

Wesentliche Änderungen für das Delisting

Regierungsentwurf des Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes modifiziert Regelungen für ein Taking Private – Anregungen aus der Praxis aufgegriffen

Von Michael Schlitt
und Sebastian Biller *)

Börsen-Zeitung, 7.12.2024

Der Rückzug von der Börse im Wege eines Delisting hat in den vergangenen Jahren stetig an Relevanz hinzugewonnen. Das Delisting ist ein fester Bestandteil von Public-to-Private-Transaktionen und schließt sich regelmäßig an ein öffentliches Übernahmeangebot an.

Der Bieter wird ein Delisting-Erwerbsangebot – häufig parallel mit der Vorbereitung eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Zielgesellschaft – insbesondere dann unterbreiten, wenn er im Rahmen des vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebots nicht die notwendige Beteiligungsschwelle von mindestens 90% des stimmberechtigten Grundkapitals der börsennotierten Zielgesellschaft erreicht hat. Bei Erreichen der 90-Prozent-Schwelle könnte er die verbliebenen Minderheitsaktionäre auch im Wege eines sogenannten Merger Squeeze-Out gegen angemessene Barabfindung ausschließen. Mangels vorhandenen Streubesitzes würde die Börse im Falle eines Squeeze-Out die Zulassung der betreffenden Aktien schon von Amts wegen widerrufen.

Unternehmensbewertung

Mit dem Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG II) sollen u.a. die im Jahr 2015 eingeführten Regelungen für das Delisting modifiziert werden. Nachdem am 27. August 2024 der Referentenentwurf veröffentlicht wurde, wurde am 27. November 2024 der Regierungsentwurf für das ZuFinG II bekanntgegeben. Viele der dahingehenden Vorschläge sind nicht völlig neu und wurden bereits bei Einführung der derzeit für das Delisting geltenden Vorschriften des Börsengesetzes (BörsG) kontrovers diskutiert.

Zur Bestimmung des gesetzlichen Mindestpreises eines Delisting-Erwerbsangebots wird grundsätzlich auf den Börsenkurs der Zielgesellschaft (innerhalb des mindestpreisrelevanten Referenzzeitraums von

sechs Monaten) abgestellt. Sollte der Börsenkurs der Zielgesellschaft ausnahmsweise nicht ausagekräftig sein, ist bereits nach geltendem Recht eine Unternehmensbewertung zur Ermittlung des Mindestpreises vorzunehmen.

Generalklausel

Nach dem Gesetzesvorschlag soll es künftig eine Generalklausel geben, nach der eine Unternehmensbewertung immer dann erforderlich ist, wenn besondere Umstände den Börsenkurs im mindestpreisrelevanten Zeitraum derart beeinflussen, dass der Börsenkurs zur Bestimmung einer angemessenen Gegenleistung ungeeignet ist.

Die bislang abschließend aufgeführten Ausnahmetatbestände (insbesondere Verstoß des Emittenten gegen die Ad-hoc-Publikationspflicht im mindestpreisrelevanten Referenzzeitraum) sollen zu Regelgeboten herabgestuft werden. Leider enthält auch die Begründung des Regierungsentwurfs keine Konkretisierung, welche weiteren Fälle der Regierungsentwurf als Anwendungsbereich für diese Neuregelung im Blick hat.

Die Überprüfung der Angemessenheit der Angebotsgegenleistung soll zukünftig im Spruchverfahren und damit nicht mehr vor den ordentlichen Gerichten erfolgen. Erfreulich ist, dass der Regierungsentwurf nunmehr nicht, wie noch zuvor im Referentenentwurf angelegt, die Möglichkeit für Aktionäre vorsieht, das Delisting-Erwerbsangebot auch noch (ggf. Jahre später) nach Abschluss eines Spruchverfahrens annehmen zu können. Dass die Möglichkeit der Einleitung eines Spruchverfahrens nur den das Delisting-Erwerbsangebot annehmenden Aktionären offen stehen soll, wird durch eine korrespondierende Regelung im Spruchverfahrensgesetz klargestellt.

Eine nachlaufende Annahmemöglichkeit hätte demgegenüber befürchten lassen, dass es zu einem erhöhten Back-End-Aktivismus kommt: Aktivistische Hedgefonds könnten nämlich durch die Möglichkeit einer nachlaufenden Annahmemög-

lichkeit geneigt sein, ein Spruchverfahren auch in Fällen einzuleiten, in denen nicht mit einer Erhöhung der Angebotsgegenleistung zu rechnen ist, um sich die durch die nachlaufende Annahmemöglichkeit bestehende Put-Option für einen längeren Zeitraum zu erhalten.

Von geringer praktischer Relevanz ist die schon im Referentenentwurf vorgeschlagene und im Regierungsentwurf beibehaltene Klarstellung, nach der die Widerstandsentscheidung der Börsengeschäftsführung zukünftig keine Ermessens-, sondern eine gebundene Entscheidung sein soll. Denn das Ermessen des Börsengeschäftsführers ist bereits nach aktueller Rechtslage praktisch auf Null reduziert, wenn die (gesetzlichen) Voraussetzungen für den Widerruf der Zulassung aus dem regulierten Markt erfüllt sind.

KMU-Wachstumsmarkt

Von praktisch hoher Bedeutung dürften demgegenüber die Vorschläge zu einem Delisting von in einem KMU-Wachstumsmarkt notierten Aktien sein, auch wenn in Deutschland derzeit allein das Freiver-

kehrsegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse die Anforderungen an einen solchen KMU-Wachstumsmarkt erfüllt.

So soll künftig bei einem Wechsel vom regulierten Markt (z.B. General Standard oder Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse) in einen KMU-Wachstumsmarkt ein Delisting-Erwerbsangebot nicht (mehr) erforderlich sein. Als Begründung wird dabei auf das mittlerweile im Wesentlichen vergleichbare Regulierungsniveau abgestellt.

Korrespondierend damit (und letztlich konsequent) soll der Börsenrückzug aus einem KMU-Wachstumsmarkt durch eine Angebotspflicht erschwert werden. Klargestellt wird, dass eine solche Angebotspflicht nicht im Falle eines Uplistings, in dem der Emittent von einem KMU-Wachstumsmarkt in einen regulierten Markt wechselt, bestehen soll.

Der Referentenentwurf sah für den Fall eines Rückzugs aus einem KMU-Wachstumsmarkt noch vor, dass die Börsenträger bei einer durch den Emittenten initiierten Kündigung der Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt Regelungen vorsehen sollten, die den Vorschriften im BörsG für einen Börsenrückzug aus dem regulierten Markt entsprechen.

Davon abweichend ordnet der Regierungsentwurf nunmehr für den Fall eines Börsenrückzugs aus einem KMU-Wachstumsmarkt im Börsengesetz selbst die entsprechende Geltung der für einen Börsenrückzug aus dem regulierten Markt relevanten Vorschriften des Börsengesetzes an. Eine diese Vorschriften nachbildende Regelung in den AGB der Freiverkehrsbörsenbedarft es daher nicht mehr.

Zugleich werden nach dem Referentenentwurf offen gebliebene Fragen beantwortet: So war nach dem Referentenentwurf insbesondere fraglich, ob ein Delisting-Erwerbsangebot für die Kündigung der Einbeziehung zum Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt denselben Regeln (einschließlich der Regelungen des WpÜG), wie ein Delisting-Erwerbsangebot für einen Börsenrückzug aus dem regulierten Markt folgen sollte. Dass dies der

Fall ist, ergibt sich nunmehr aus der im Börsengesetz vorgesehenen unmittelbaren Anordnung dieser Regelungen.

Zudem wird in der Begründung zum Regierungsentwurf nunmehr ausdrücklich klargestellt, dass ein Delisting-Erwerbsangebot für den Rückzug aus dem KMU-Wachstumsmarkt von der BaFin geprüft werden muss. Aus dieser Systematik folgt zugleich, dass Vorstand und Aufsichtsrat eines in einem KMU-Wachstumsmarkt notierten Emittenten im Falle eines Delisting-Erwerbsangebots zukünftig auch eine (gemeinsame) Stellungnahme zu dem Delisting-Erwerbsangebot im Sinne des WpÜG abgeben müssen.

Anlegerschutz gestärkt

Es ist nicht auszuschließen, dass Börsenneulinge die Attraktivität des KMU-Wachstumsmarkts als geschmäht ansehen, da der Rückzug von der Börse nicht mehr ohne vorangehendes Delisting-Erwerbsangebot möglich ist. Hinzu kommt, dass der Emittent für einen Börsenrückzug regelmäßig auf einen (finanzstarken) Dritten (insb. Hauptaktionär) angewiesen ist, der bereit ist, ein solches Delisting-Erwerbsangebot abzugeben. Andererseits wird der Anlegerschutz in KMU-Wachstumsmärkten gestärkt, was das Segment des KMU-Wachstumsmarkts für institutionelle Investoren letztlich doch interessanter macht.

Insgesamt sind die Regelungen des ZuFinG II zum Delisting begrüßenswert, zumal der Regierungsentwurf wichtige Anregungen aus der Praxis aufgegriffen hat. Ursprünglich wurde erwartet, dass das ZuFinG II im 2. Quartal 2025 in Kraft treten würde. Es dürfte aber zumindest fraglich sein, ob die derzeitige Minderheitsregierung aus SPD und Grünen vor der Neuwahl Ende Februar noch eine Mehrheit im Bundestag für das ZuFinG II findet.

*) Prof. Dr. Michael Schlitt ist Partner bei Hogan Lovells und Honorarprofessor an der Universität zu Köln, Dr. Sebastian Biller ist Counsel bei Hogan Lovells.

Private-Equity-Geschäft bewältigt rechtliche Herausforderungen des Brexit

Tragfähige Konzepte für grenzüberschreitende Fondsstrukturierung

Von Ufuk Erdal Genc
und Tobias Bachmeier *)

Börsen-Zeitung, 7.12.2024

Der Brexit und das damit einhergehende Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus dem Rechts- und Wirtschaftsraum der Europäischen Union haben seiner Zeit zu erheblicher Verunsicherung in beinahe allen Wirtschaftsbereichen geführt. Insbesondere die mit dem Brexit verbundenen Rechtsunsicherheiten stellten grenzüberschreitend agierende Marktteilnehmer vor große Herausforderungen.

Auch das internationale Private-Equity-Geschäft war hiervon betroffen. Während manche Experten eine geographische Neuordnung der PE-Märkte und ein Abwandern großer Teile der Londoner PE-Szene vorhersagten, sahen andere (weiterhin oder gar erst recht) große Chancen für das Private-Equity-Geschäft im Vereinigten Königreich.

London zentraler PE-Standort

Aus heutiger Sicht ist festzuhalten, dass die rechtlichen Herausforderungen des Brexits in der PE-/M&A-Beratungspraxis weitgehend überwunden sind. Für gängige Fragen – insbesondere der grenzüberschreitenden Fondsstrukturierung oder Transaktionsabwicklung – liegen tragfähige Konzepte bereit und ehemals noch viel diskutierte Brexit-spezifische Problemstellungen sind zu Standardthemen des internationalen Beratungsalltags geworden.

Dies wird auch durch die Tatsache unterstrichen, dass die zunehmend in höhere Senioritätsstufen nachrückende Anwaltsgeneration in der Kanzleiwelt eine Pre-Brexit-Beratung aus eigener Erfahrung nicht mehr kennt.

Trotz Pre-Brexit-gegebener Spekulationen zu einer möglichen Verschiebung der Kräfteverhältnisse im europäischen PE-Markt hat London auch fünf Jahre nach Vollzug des Brexit seine Attraktivität als zentraler Standort für das internationale

Private-Equity-Geschäft weiterhin behaupten können. Nach wie vor werden im großen Stil Transaktionen mit Target-Unternehmen von London aus durchgeführt und gesteuert.

Dabei ist deutlich zu erkennen, dass London für viele international agierende (insbesondere auch nicht-europäische) Marktteilnehmer weiterhin ein fester Ankerpunkt ist, von dem aus in den kontinentaleuropäischen Markt investiert wird. Entsprechend sind auch nahezu alle weltweit agierenden Private-Equity-Häuser sowie zahlreiche kleinere Private-Equity-Fonds mit starken Teams in London vertreten.

Volle Deal-Pipeline

Daher stellt London auch in Zukunft einen essenziellen Markt für die Mandatsakquise von Kanzleien dar. Während internationale Einheiten bereits Pre-Brexit über starke Londoner Büros und eine volle Deal-Pipeline aus dem Vereinigten Königreich verfügten, haben vor allem auf PE-Transaktionen fokussierte US-Kanzleien ihre Präsenzen in London in der nahen Vergangenheit aufgebaut oder deutlich verstärkt. Auch darin zeigt sich die Erwartung der internationalen Beratungspraxis, dass der PE-Markt in London bzw. aus London heraus nachhaltig Bestand haben wird.

Dynamik in München

Trotz der fortbestehenden Bedeutung Londons haben sich in den vergangenen Jahren durchaus neue geographische Akzente auf dem PE-Markt herausgebildet. Die Bedeutung der kontinentaleuropäischen Finanzzentren für internationale Private-Equity-Häuser nimmt stetig zu. So befinden sich etwa Luxemburg, Amsterdam, Paris und Frankfurt stärker im Fokus internationaler Fonds.

Eine neue Dynamik ist insbesondere in München wahrzunehmen, welches sich als Zentrum für Mid-Cap-Transaktionen

im DACH-Raum etabliert hat. Die gestiegene Bedeutung Münchens lässt sich an der vermehrten Präsenz von PE-Häusern samt Abwanderung von Beratern aus Frankfurt festmachen. Ein wesentlicher Treiber dürfte dabei die Wirtschaftsstärke und Innovationskraft der Region sein.

Darüber hinaus eröffnet der bevorstehende Generationenwechsel im deutschen Mittelstand eine Vielzahl attraktiver Mid-Cap-Investitionen, welche im Gegensatz zu Large-Cap-Transaktionen einfachere Exits und damit einhergehend die für PE-Häuser zunehmend wichtigen „Distributions to Paid-in Capital (DPI)“ ermöglichen. Die DPI-Rate gibt das Verhältnis der eingezahlten zu den ausgeschütteten Mitteln an.

Hinzu kommt die ungebremsbare Popularität von Plattform-Transaktionen samt „Buy-and-Build-Strategie“ mit Add-On Akquisitionen nahezu ausschließlich im Mid-Cap-Bereich. Im internationalen PE-Geschäft ist nach dem Brexit folglich eine gewisse Emanzipierung von London, einhergehend mit einer gesteigerten Bedeutung von München für Mid-Cap-Transaktionen in der DACH-Region, zu spüren.

Aktivität nimmt zu

Doch auch für Rechtsberater in Deutschland bleibt London aufgrund der zentralen Rolle als Private-Equity-Markt für die Mandatsakquise weiterhin von großer Bedeutung.

Im aktuellen Marktumfeld sind sowohl aus London als auch aus München heraus eine Vielzahl an Mid-Cap-PE-Transaktionen im DACH-Raum zu erwarten. Sofern während der zweiten Amtszeit von Donald Trump eine vermehrte Investitionsaktivität von US-Funds erfolgen sollte, wird sich dies auch in zunehmender Aktivität und weiterem Wachstum von auf den Einzelfall spezialisierter PE-Beratung spiegeln.

*) Dr. Ufuk Erdal Genc ist Managing Associate, Dr. Tobias Bachmeier Associate der Kanzlei Sidley.

MANDATE & MANDANTEN

Noerr unterstützt mit Dr. Ralph Schilha, Dr. Patrick Mückl und Felix Blobel die Volkswagen Financial Services bei einer komplexen grenzüberschreitenden Konzernreorganisation. Im Rahmen von zwei grenzüberschreitenden Umwandlungen wurden eine italienische Tochtergesellschaft auf die Volkswagen Leasing GmbH und eine irische Tochtergesellschaft auf die Volkswagen Financial Services AG verschmolzen.

A&O Shearman berät mit Max Landshut und Counsel Sebastian Remberg die Partners Group beim Verkauf der VSB-Gruppe an Total Energies.

Kirkland & Ellis vertritt mit Dr. Tobias Larisch den Audi-Konzern bei einer signifikanten Minderheitsbeteiligung der Qatar Investment Authority (QIA) an der Sauber Holding AG, dem künftigen Formel-1-Werksteam von Audi.

Linklaters begleitet mit von Dr. Timo Engelhardt und Martina Farkas die Zepell-Gruppe bei der Übernahme des Vertriebsgeschäfts für Caterpillar Produkte in Norwegen und den Niederlanden von der niederländischen Unternehmensgruppe Pon.

Latham & Watkins ist vom Pharmaunternehmen Grünenthal bei der Emission einer Anleihe über 500 Mill. Euro mandatiert mit Dr. Alexander Lentz und Dr. Rüdiger Malaun.

DLA Piper berät mit Dr. Martin Haller und Dr. Manuel Indlekofer die Catella Real Estate beim Erwerb von drei Logistikimmobilien.



Weitere Beiträge zu Recht & Kapitalmarkt unter www.boersen-zeitung.de/recht-kapitalmarkt

Redaktion:
Sabine Wadewitz (069/2732-212)
Helmut Kipp (069/2732-213)

recht@boersen-zeitung.de